

# 上市公司治理机制对风险管理影响的实证研究

贾炜莹 陈宝峰(博士生导师)

(北京物资学院 北京 101149 中国农业大学经济管理学院 北京 100094)

**【摘要】** 本文采用面板数据模型分析了我国非金融行业上市公司治理机制对其风险管理行为的影响,从公司外部治理机制和内部治理机制两个方面选取相应指标,分别进行变量分析和模型实证检验。

**【关键词】** 公司治理结构 风险管理 衍生金融工具

风险管理是公司财务管理的重要内容。早期企业采用购买保险的方式对财产方面的风险进行转移,到了20世纪70年代以后,随着衍生金融工具的迅速发展,越来越多的公司介入衍生金融工具市场进行风险管理,从而大大提高了风险管理的有效性和灵活性。利用衍生金融工具和金融工程技术管理风险成为现代风险管理的标志性特征,企业使用衍生工具的动机和策略成为学术研究的一个热点。本文试图从理论上分析我国特有的公司治理机制对上市公司风险管理行为的影响,并对其进行实证分析和考察,以获得相关经验证据。

## 一、研究假设

Jensen(1993)将公司治理划分为四种控制力量:资本市场和控制权市场、法律政治和管制制度、产品和投入要素市场、以董事会为首的内部控制制度。前三种控制力量构成了公司外部治理机制,而以董事会为首的内部控制制度构成了公司内部治理机制,其主要包括:股权结构、董事会特征和管理层

自然开展研究的表现,根据元科学理念,会计学范式研究正是“关于会计学的会计学研究”,它隶属“元会计学”层面的会计学研究。因此,它不仅是关于元会计学的元科学研究,同时也兼含元科学内涵所具备的“思辨性质”和“批判态度”。

## 三、结语

笔者认为,范式研究在会计学研究领域刚刚开始,而范式理论的形成与发展已有近半个世纪,并对各学科产生了实际的影响,这对我们会计学范式研究具有重要的借鉴意义,而作为元科学范畴下的会计学范式研究,一方面要充分理解和把握元科学理论的概念和内涵,使我们的会计学范式研究能够充分体现元会计学的内涵;另一方面,我们要在范式理论内涵的研究中,充分体现会计学的特征,使我们会计范式研究的成果既具有元科学内涵的思辨性,又体现会计实践及会计学科的特色。笔者在此只是初步就元科学视角对会计学范式研究开展初步思考,借此希望学术界对此进一步关注,通过会计学研究的学术共同体的共同努力,对隶属元会计学范畴的会计学范式研究展开系统研究,从而实现库恩范式理论对于学

激励。本文根据国内外相关研究提出以下假设:

假设1:公司外部治理机制强度与风险管理正相关。

假设2:公司股权集中度与风险管理负相关。

假设3:股权制衡度与风险管理负相关。

假设4:当最终控制人为非国家控制主体时,公司更有可能进行风险管理。

假设5:公司董事会规模和风险管理负相关。

假设6:公司独立董事比例与风险管理正相关。

假设7:董事长和总经理职位合一的公司更可能不进行风险管理。

假设8:高管薪酬与上市公司风险管理正相关。

假设9:管理层持股比例与上市公司风险管理正相关。

## 二、样本选择及研究方法设计

### (一)样本选择及数据来源

本文以2007年的沪深两市全部A股上市公司作为初始

科发展的积极意义。

## 主要参考文献

1. 李振伦.元理论与元哲学.河北学刊,1996;6
2. 葛家澍.新中国会计理论发展要略.上海经济管理干部学院学报,2007;5
3. 罗勇,陈杰.论我国会计理论体系的构建.重庆工商大学学报(社会科学版),2003;1
4. 张俊瑞.我国会计理论研究:透视与共识.当代经济科学,1996;4
5. 胡玉明,叶志锋,范海峰.中国管理会计理论与实践:1978年至2008年.会计研究,2008;9
6. 葛家澍,刘峰.新中国会计理论研究50年回顾.会计研究,1999;10
7. 阎达五,赵月圆.我国会计理论研究状况的回顾与展望.会计研究,1996;2
8. 王光远,吴联生.中国会计理论研究:回顾与展望.会计研究,2000;10

样本,最后选定 49 家通过衍生金融工具交易进行风险管理的非金融行业上市公司为研究对象(不包括 ST 公司),同时针对每一家公司按以下标准从沪深两市上市公司中选取相应的配比样本:①样本公司与配比公司所在行业相同,研究采取证监会公布的《上市公司行业分类指引》中三位 SIC 代码作为行业分类标准;②样本公司与配比公司面临同样的风险暴露情况;③样本公司与配比公司的资产总额最为相近。按上述分类标准依次进行筛选,最终选取 49 家公司作为配比样本。

本文数据来源于金融界、巨潮资讯以及中国证券监督管理委员会等网站上公开披露的上市公司 2007 年年度报告。公司治理和公司运用衍生金融工具进行风险管理的数据根据公开的年度报告信息逐家手工收集整理得出。本文使用 SPSS 软件和 Excel 软件进行数据处理,基本数据处理使用了 Excel 软件,描述性统计分析及回归分析使用 SPSS 统计软件。

## (二)研究方法设计

1. 被解释变量。公司风险管理变量(RM)为虚拟变量,表示公司是否运用衍生工具进行风险管理。若运用衍生金融工具进行风险管理,则为 1,否则为 0。

### 2. 解释变量。

(1)公司是否同时发行 B 股和 H 股(BH)。若公司是 AB 股或 AH 股双重上市公司,则为 1,反之则为 0。

(2)股权集中度(TopSh1)。本文采用第一大股东持股比例(TopSh1)来代表股权集中度,它是衡量第一大股东属于绝对控股还是相对控股的基准性指标。

(3)股权制衡度(Z)。Z 指数是广泛用于衡量股权制衡程度的一个股权结构指标,代表第一大股东和第二大股东之间持股比例的比值。本文采用这一指标,目的在于考察第二大股东的存在是否对第一大股东的风险管理决策产生影响。

(4)最终控制人性质(UO)。虚拟变量,本文将上市公司最终控制人分为国有控制人和非国有控制人两大类。国有控制人指的是上市公司年度报告中披露的最终控制人为政府行政机构、高校或者政府直属企业,非国有控制人指上市公司年度报告中披露的最终控制人为自然人或家族,且最终控制人通过金字塔结构对上市公司实施控制。若最终控制人为国有控制人,为 1,否则为 0。

(5)董事会规模(BoSize)。用公司董事会的总人数表示。

(6)独立董事比例(InDir)。用年末上市公司独立董事人数与公司全部董事人数之和的比值表示。

(7)董事长是否兼任总经理(CEODual)。代表领导权结构的虚拟变量,当董事长兼任总经理时为 1,否则为 0。

(8)高管薪酬(Sala)。公司收入最高的前三位高级管理人员年度报酬总额。

(9)管理层持股比例(Share)。表示年末管理层所持有的本公司股份的比例之和。管理层包括公司的总经理、副总经理、财务负责人、上市公司董事会秘书和公司章程规定的其他人员。

3. 控制变量。根据国内外学者的相关研究,公司进行风

险管理还会受到公司规模、资产负债率和上市年限等因素的影响。

(1)公司规模(LnAsset)。公司规模越大,上市公司进行风险管理的能力越强。本文以期末总资产的自然对数代表公司规模,预期公司规模与风险管理正相关。

(2)资产负债率(Lev)。Jensen(1986)、Stulz(1990)等学者强调了债务在缓解股东与经营者之间代理冲突的作用。Jensen 和 Meckling(1976)认为债务融资可以抑制公司经理的个人价值目标,对公司起到减少代理成本的作用。定义为期末总负债的账面值与期末总资产账面值的比率。预期资产负债率与风险管理正相关。

(3)上市年限(Age)。由于我国证券市场建立时间不长,而且在建立之初就决定了扶持国有企业的发展方向,所以在市场建立前期上市公司基本上都受国家控制,有着浓厚的政府色彩。比较而言,上市时间越短的上市公司,尤其是 2001 年审核制后发行股票并上市的公司,其经营质量较高,资金也比较充裕。因此,本文加入上市年限以控制其对风险管理决策行为的影响,并预期风险管理行为与上市年限负相关。

4. 研究模型设定。在被解释变量为两分类或多分类变量时,Logistic 回归分析方法往往是较好的选择。根据上文的分析,本文选取虚拟变量表示运用衍生金融工具进行风险管理和不运用衍生金融工具进行风险管理的两组样本,构建联合回归模型并采用 Logistic 多元线性回归分析法来检验本文提出的研究假设。

$$\ln\left(\frac{P(RM)}{1-P(RM)}\right)=\beta_0+\beta_1 \times BH+\beta_2 \times TopSh1+\beta_3 \times Z+\beta_4 \times UO+$$

$$\beta_5 \times BoSize+\beta_6 \times InDir+\beta_7 \times CEODual+\beta_8 \times Sala+\beta_9 \times Share+\beta_{10} \times Lev+\beta_{11} \times LnAsset+\beta_{12} \times Age+\mu$$

其中: $\beta_0$  为截距, $\beta_1 \sim \beta_{12}$  为系数, $\mu$  为残差。

## 三、实证结果和分析

### (一)描述性统计分析

表 1 是混合样本中各变量的描述性统计数据。

表 1 公司治理和财务特征变量的描述性统计

	N	Minimum	Maximum	Mean	Median	Std. Deviation
BH	98	0.00	1.00	0.275 5	0.000 0	0.449 1
TopSh1	98	0.09	1.00	0.415 9	0.410 5	0.174 6
Z	98	1.00	200.00	21.430 6	4.870 0	36.711 9
UO	98	0.00	1.00	0.806 1	1.000 0	0.397 4
BoSize	98	9.00	24.00	13.449 0	13.000 0	3.538 1
InDir	98	15.79	55.56	33.628 3	33.330 0	7.542 9
CEODual	98	0.00	1.00	0.132 7	0.000 0	0.340 9
Sala	98	10.12	1 150.00	184.833 5	126.100 0	196.210 6
Share	98	0.00	0.46	1.264E-02	1.030E-05	6.496E-02
Lev	98	0.13	0.97	0.540 9	0.548 3	0.170 2
LnAsset	98	11.02	16.99	13.666 7	13.460 9	1.447 6
Age	98	1.00	16.00	8.071 4	8.000 0	4.554 9

AB 股或 AH 股双重上市公司所占的比例为 27.55%。第

一大股东的平均持股比例为 41.59%, 小于白重恩等(2005)利用 2000 年上交所与深交所的所有上市公司数据得出的第一大股东平均持股比例 45.3%。Z 指数的均值为 21.430 6, 中位数为 4.87, 说明我国上市公司“一股独大”的特征仍未改变。最终控制人性质的均值为 0.806 1, 中位数为 1, 说明我国绝大部分上市公司的最终控制人仍然是国有控制人。

董事会规模的均值为 13.449 人, 中位数为 13 人, 这与 Jensen 所倡导的最佳董事会规模(7~8 人)相比显然要大。独立董事比例的均值为 33.628 3%, 中位数为 33.33%, 基本达到证监会规定的 1/3 的最低标准。公司董事长与总经理两职合一的情况不多, 仅为 13.27%, 两权分离的比例较高, 较为符合现代企业所有权与经营权分离的现实情况。

管理层持股比例的均值为 1.264%, 中位数为 0.000 010 3%, 可以说几乎不持股。比白重恩等(2005)利用 2000 年上海与深圳股票交易所的所有上市公司数据得出的高管人员持股比例均值 0.02% 高, 表明上市公司管理层持股比例近年来有所提高。但是与 Simpson 和 Gleason(1999)所报道的美国公司管理层持股的均值 16.4% 相比, 我国都要低很多。说明我国上市公司的高管人员持有本公司股份的情况不是很普遍, 而且即使持有本公司的股份, 也只是很少一部分, 因此, 我国上市公司高管人员在公司的利益主要还是表现在薪酬上。高管薪酬的均值为 184.833 5 万元, 中位数为 126.1 万元。

(二) 公司治理特征的单因素比较分析

本部分将在前面分析的基础上, 对风险管理公司的主要公司治理指标与匹配样本的公司治理指标进行成对样本的均值参数 t 检验和中位数非参数 Z 检验, 结果见表 2:

表 2 公司治理特征均值成对 t 检验和中位数成对 Z 检验

指标	分组	均值	T 检验值	Sig.	中位数	Z 检验值	Asymp. Sig. (2-tailed)
BH	RM	0.346 9	1.852	0.070	0.000 0	-1.807	0.071
	NRM	0.204 1			0.000 0		
TopSh1	RM	0.393 3	-1.434	0.158	0.369 1	-1.557	0.120
	NRM	0.438 6			0.456 3		
Z	RM	16.532 2	-1.265	0.212	4.080 0	-2.348	0.019
	NRM	26.329 0			14.460 0		
UO	RM	0.734 7	-1.852	0.070	1.000 0	-1.807	0.071
	NRM	0.877 6			1.000 0		
BoSize	RM	13.367 3	-0.215	0.830	13.000 0	-0.258	0.797
	NRM	13.530 6			13.000 0		
InDir	RM	35.798 8	3.754	0.000	33.330 0	-3.341	0.001
	NRM	31.457 8			30.770 0		
CEODual	RM	0.122 4	-0.299	0.766	0.000 0	-0.302	0.763
	NRM	0.142 9			0.000 0		
Sala	RM	231.774 3	2.394	0.021	159.250 0	-2.770	0.006
	NRM	137.892 7			97.500 0		
Share	RM	2.323E-02	1.619	0.112	9.872E-06	-0.384	0.701
	NRM	2.046E-03			1.072E-05		

关于公司外部治理机制强度, 风险管理公司中的双重上市公司比例高于匹配样本公司, 参数 t 检验值和非参数 Z 检验值在 10% 的水平上均显著, 表明较高的公司外部治理强度有助于风险管理决策, 从而验证了假设 1: 公司外部治理机制强度与公司风险管理正相关, AB 股或 AH 股双重上市公司更可能进行风险管理。

风险管理公司的第一大股东持股比例的均值和中位数均低于配对样本, t 检验值和 Z 检验值在 10% 的显著性水平上都没有通过检验, 但如果进一步放宽检验的置信度至 15%, 可以认为第一大股东持股比例与风险管理负相关, 从而验证了假设 2: 股权集中度和风险管理负相关, 股权集中度低的公司更可能进行风险管理。

风险管理公司的股权制衡度 Z 指数的均值和中位数均低于匹配样本公司, 非参数 Z 检验值为 -2.348, 在 5% 的水平上是显著的, 表明 Z 指数越低, 即公司的股权制衡度较高的公司有助于风险管理决策, 从而验证了假设 3: 股权制衡度(Z 指数)和风险管理负相关, 股权制衡度高(Z 指数低)的公司更可能进行风险管理。

关于最终控制人性质, 风险管理公司中的国有控制人比例低于匹配样本公司, 参数 t 检验值和非参数 Z 检验值在 10% 的水平上均显著, 表明最终控制人为非国有控制人有助于风险管理决策, 从而验证了假设 4: 公司最终控制人性质与公司风险管理负相关, 最终控制人为非国有控制人的上市公司更可能进行风险管理。

风险管理公司董事会规模的均值为 13.367 3, 匹配样本公司的均值为 13.530 6, 均值差为 0.163 3, 表明小型董事会有助于风险管理决策。但由于均值差的 t 检验值和中位数的 Z 检验值均很低, 因而在统计上是不显著的, 从而不能验证假设 5。因此, 董事会规模大小不是公司风险管理决策的主要因素。

风险管理公司独立董事比例的均值和中位数均高于匹配样本公司, 并且在 1% 的水平上均显著, 表明较高的独立董事比例有助于风险管理决策, 从而验证了假设 6: 独立董事的比例与风险管理正相关, 独立董事比例高的公司更可能进行风险管理。

关于董事长与总经理两职合一的情况, 从统计分析来看, 风险管理公司中这种职位的双重性要低于匹配样本, 但由于均值差的 t 检验值和中位数的 Z 检验值均很低, 因而在统计上是不显著的, 不能验证假设 7。

风险管理公司中高管薪酬的均值和中位数均高于匹配样本, 参数检验的 t 统计值和非参数检验的 Z 统计值分别在 5% 和 1% 的水平上显著, 表明较高的高管薪酬能够促进风险管理决策, 验证了假设 8: 高管薪酬与公司风险管理正相关, 高管薪酬高的公司更可能进行风险管理。

风险管理公司中管理层持股比例要高于匹配样本, 其均值差为 0.021 19, t 统计值为 1.619, 在 10% 的水平上不显著, 但如果进一步放宽检验的置信度至 15%, 可以认为较高的管理层持股比例能够促进风险管理决策, 验证了假设 9。管理层持股比例与公司风险管理正相关, 管理层持股比例高的公司

更可能进行风险管理。

### (三)相关性分析

在进行回归分析之前,为了对待检验的变量间的关系有初步的认识,首先对回归模型各变量进行 Pearson 相关性分析。混合样本的 Pearson 相关系数检验结果(表略)表明,BH 与 UO、BoSize、Sala、LnAsset 显著相关,TopSh1 与 Z、LnAsset、Age 显著相关,UO 与 LnAsset 显著相关,BoSize 与 InDir、LnAsset 显著相关,LnAsset 与 InDir、CEODual、Sala、Lev、Age 显著相关,但各个变量之间的相关系数最高为 0.596,说明模型共线性问题并不严重,变量间的相关程度在可容忍范围内。国外学者认为,只要相关系数不超过 0.8,就不需要担心自变量之间的多重共线性问题。

### (四)多因素 Logistic 回归分析

单变量检验无法控制变量间的相互影响,为了更进一步验证本文的各种假设,在参数 t 检验和非参数 Z 检验的基础上,本文运用前面提出的模型,进行多元 Logistic 回归分析,研究公司治理的各个组成部分与公司风险管理决策之间的关系。

表 3 公司治理机制对风险管理影响的 Logistic 回归分析结果

变量	预计符号	B	Wald	Sig.
BH	+	0.436 4	0.404 9	0.524 6
TopSh1	-	-3.813 5	3.579 1	0.058 5
Z	-	0.000 8	0.008 8	0.925 4
UO	-	-1.216 1	3.157 1	0.075 6
BoSize	-	-.036 0	0.213 8	0.643 8
InDir	+	0.080 8	4.457 8	0.034 7
CEODual	-	-0.194 6	0.064 6	0.799 4
Sala	+	0.002 1	1.294 2	0.255 3
Share	+	8.344 2	0.787 5	0.374 8
Lev	+	1.078 7	0.478 4	0.489 1
LnAsset	+	0.329 5	1.144 7	0.284 7
Age	-	-0.042 2	0.578 0	0.447 1
截距		-4.958 4	2.137 3	0.143 8
N				98
-2 Loglikelihood				106.265
Nagelkerke R Square				0.348
Chi-Square				29.592
Sig.				0.003 2
模型识别率				71.43%

注:B为估计系数,Wald为检验统计量,Sig.为显著性。

表 3 列出了对本文各种假设进行验证的回归分析结果。由于我国上市公司的治理机制才开始逐步建立起来,正如前面所分析的,各治理变量的值都过小,甚至很多公司的值为零。这就为相关的实证检验设置了很大的障碍。在数据不是很充分的情况下,很难保证被检验的变量是显著的。因此,只要本部分概率回归方程中被检验的变量回归系数与预期的方向一致,就可以说达到了预期的目的。当然,如果回归系数显著,

那就更加能够验证各种理论假设。

从表 3 可以看出,模型的 Chi-Square 值为 29.592,模型识别率达 71.43%,说明公司治理特征对我国上市公司风险管理决策行为确实有一定的影响。回归方程中各检验变量的回归系数与假设全部是吻合的。

独立董事比例的回归系数在 5%的水平上显著,第一大股东持股比例和最终控制人性质的回归系数在 10%的水平上显著,充分表明提高独立董事比例、降低第一大股东持股比例以及最终控制人为非国有控制人利于公司风险管理。

是否为双重上市公司的回归系数为正,表明双重上市公司更有可能进行风险管理。董事长和总经理两职合一的回归系数为负,表明两职合一不利于风险管理决策。董事会规模的回归系数为负,表明较大的董事会规模的确不利于公司决策的一致性。高管薪酬和管理层持股比例的回归系数均为正,表明较高的高管薪酬和管理层持股比例有利于风险管理决策。资产负债率的回归系数为正,表明财务杠杆高的公司更有可能进行风险管理。公司资产规模的回归系数为正,表明规模大的公司更有可能进行风险管理。公司上市年限的回归系数为负,表明上市年限短的公司更有可能进行风险管理。

### 四、研究结论

本文的理论分析和实证研究发现,我国上市公司的治理结构特征对公司的风险管理决策确实具有一定的影响,具体结论如下:①公司的外部治理强度越高,公司越有可能进行风险管理,AB 股或 AH 股双重上市公司比 A 股公司更有可能进行风险管理。②股权结构影响公司风险管理决策。较低的第一大股东持股比例、较高的股权制衡度以及最终控制人为非国有控制人的上市公司更有可能进行风险管理。③董事会特征对风险管理决策有一定影响。独立董事比例越高的公司,越有可能进行风险管理。董事长与总经理两职合一不利于公司风险管理决策。董事会规模对公司风险管理决策没有显著的影响。④管理层激励在一定程度上影响公司风险管理决策。比较而言,高管薪酬和管理层持股比例越高的公司,越有可能进行风险管理。

为此,根据 Jensen(1993)的建议及我国的实际情况,我们认为以下几点对改进我国上市公司治理机制是有帮助的:①通过立法、市场竞争等手段改善公司外部治理环境。②降低第一大股东持股比例,提高股权制衡度及非国有股比例,完善股权结构。③通过各种方法,充分发挥独立董事的监督作用。④建立以长期业绩为基础的高级管理人员激励机制,提高管理层薪酬和持股比例,将高管利益与股东利益更好地结合起来。

### 主要参考文献

1. 王志诚,周春生.金融风险管理研究进展:国际文献综述.管理世界,2006;4
2. 白重恩等.中国上市公司治理结构的实证研究.经济研究,2005;2
3. 王震.中国经营困境公司绩效、重组与公司治理研究.北京:经济科学出版社,2005